

## **Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds**

### **Quartalsbericht zum 31.12.2015**

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

in diesem Bericht möchten wir Ihnen zuerst wie gewohnt eine neue Investmentidee vorstellen. Nachfolgend erläutern wir Ihnen, wie wir über Fehler denken und wie wir versuchen, daraus unsere Lehren zu ziehen.

#### **Reno de Medici**

Was reizt uns an einer Firma, die ein Produkt herstellt, bei dem es sehr schwierig ist, überhaupt einen Wettbewerbsvorteil zu erzielen?

Reno ist Europas zweitgrößter Recyclingkartonagenhersteller mit einem Marktanteil von rund 20 %. Der österreichische Marktführer Mayr Melnhof liegt mit einem Marktanteil von ca. 30 % an erster Stelle. Somit „kontrollieren“ diese beiden Unternehmen die Hälfte des europäischen Recyclingkartonmarktes.

Bei einem Besuch von Reno´s größtem Werk in Santa Lucia zwischen Rom und Neapel waren wir doch überrascht, wie aufwändig die Herstellung von Karton ist. Dafür wird Altpapier, Zellstoff, Wasser und viel Energie benötigt - und vor allem eine 180 Meter (!) lange Kartonmaschine, was die Herstellung sehr kapitalintensiv macht. Über einen mehrstufigen Prozess wird das Altpapier mit Wasser vermengt, durchläuft eine Vielzahl an Walzen bis der fertige Karton auf sehr großen Zylindern aufgerollt wird, ähnlich einer überdimensionierten Küchenrolle. Am Ende wird der Karton kundenindividuell meist in kleinere Rollen geschnitten. Reno´s Kunden fertigen aus diesem dreilagigen Recyclingkarton Faltschachteln und bedrucken diese nach Endkundenwunsch, damit die Danone und Nestlé dieser Welt ihre Lebensmittel wie Müesli, Eiscreme und Nudeln etc. darin verpacken können. Rund die Hälfte der Verpackungen geht in die Lebensmittelindustrie, die andere Hälfte findet sich in der Medizin-, Textil- oder Kosmetikbranche wieder.

Da bei der Kartonherstellung die Größe sehr wichtig ist, hat Reno´s Großaktionär, der kanadische Verpackungskonzern Cascades Inc., seine Recyclingkartonaktivitäten mit denen von Reno im Jahr 2008 fusioniert. In den Jahren danach war die Industrie von Überkapazitäten gekennzeichnet, bis auf Mayr Melnhof hat niemand die Kapitalkosten verdient. Reno war in dieser Zeit mit Integration, Kapazitätsanpassungen sowie Kostensenkungsmaßnahmen beschäftigt, die nun abgeschlossen sind. Aktuell stellt sich die Lage etwas anders dar. Mayr Melnhof und auch Reno sind nahezu zu 100 % ausgelastet. Dies hat dazu geführt, dass Mayr Melnhof im Frühjahr 2015 eine Preiserhöhung angekündigt und umgesetzt hat, welcher auch alle anderen Konkurrenten inkl. Reno gefolgt sind. Dies gab es in diesem Segment schon viele Jahre nicht mehr.

Durch den Anstieg der Altpapierpreise im Sommer wurde zwar ein Teil der Preiserhöhung wieder aufgefressen, allerdings ist das Delta noch immer positiv.

In dieser Industrie ist es praktisch nicht möglich, Alleinstellungsmerkmale zu generieren. Deshalb ist es auch für die Kunden recht einfach, zu einem Konkurrenten zu wechseln. Die Frage ist nur, wohin der Kunde wechseln kann? Reno und Mayr sind voll beschäftigt. Der drittgrößte Marktteilnehmer hat lediglich einen Marktanteil von rund 5 %. Auch diese kleineren Konkurrenten sind nach Jahren der Reorganisation und Investitionszurückhaltung gut ausgelastet, verdienen aber nicht genug, um größere Kapazitätserweiterungen vornehmen zu können.

Die Kapazitäten werden aus unserer Sicht nicht groß ansteigen, da die kleineren Mitspieler noch immer nicht ihre Kapitalkosten verdienen. Greenfield Projekte sind nicht in Sicht, da hier Investitionen im dreistelligen Millionenbereich anfallen würden. Deshalb glauben wir, dass gute Chancen bestehen, weitere Preiserhöhungen durchzusetzen.

Reno erzielt aktuell EBIT-Margen im Bereich von rund 4 %, was noch nicht ausreichend ist, um die Kapitalkosten zu verdienen. Deshalb war es uns möglich, die Aktien unter Buchwert zu kaufen. Mayr erzielt rund doppelt so hohe Margen, ist allerdings auch mit dem zweifachen Buchwert bewertet. Reno wird die komplette Margenlücke zu Mayr nicht schließen können. Allerdings glauben wir, dass 6 % EBIT-Marge für Reno im Bereich des Möglichen liegen. Ein Teil davon kann operativ gehoben werden. Sollte eine Preiserhöhung im nächsten Jahr durchsetzbar sein, dann kann die EBIT-Marge auch höher ausfallen.

Selbst ohne die Annahme einer weiteren Preiserhöhung, haben wir mit einem Abschlag zum fairen Wert gekauft. Falls es zu der erwarteten Preiserhöhung kommt, ist das Potential zum fairen Wert erheblich höher.

### **Wie wir mit Fehlentscheidungen umgehen**

Wenn ein Flugzeug abstürzt, dann wird mit Hochdruck daran gearbeitet, die Ursache des Absturzes zu klären. Die Suche nach der Black Box steht im Mittelpunkt, die Trümmerteile werden im Labor eingehend untersucht, die Ereignisse bis ins kleinste Detail rekonstruiert. Alles untersteht einem Ziel: Die Absturzursache exakt zu bestimmen und Maßnahmen zu ergreifen, damit sich so eine Katastrophe nicht wiederholt. Es gibt keine andere Branche, in der Fehler derart intensiv aufgearbeitet werden, um daraus Rückschlüsse zu ziehen und eine Wiederholung zu vermeiden.

An der Börse verläuft dies meist genau anders herum. Man spricht am liebsten ausgiebig über die erfolgreichen „Raketen“, die sich verdoppelt haben (und am Ende auch noch sicher auf der Erde landen). Von den Flugzeugabstürzen hört man an der Börse sehr wenig. Man trennt sich lieber stillschweigend von den weniger guten Investments kurz vor dem Bilanzstichtag mittels Window Dressing zu Ausverkaufspreisen, damit man das „Minus“ in dieser Position nicht mehr sehen bzw. zeigen muss. Der Schmerz ist weg, es fühlt sich besser an, man muss über diesen Fehler nicht mehr nachdenken – aus den Augen aus dem Sinn. Aber sinnvoll ist diese Vorgehensweise in den wenigsten Fällen.

Dabei kann man sehr viel mehr lernen, wenn man sich mit seinen schlechten Investmententscheidungen beschäftigt und diese eingehend analysiert. Wir stellen uns dann Fragen wie: Warum haben wir investiert? Was haben wir übersehen? War die Bewertung günstig genug? Haben wir das Geschäftsmodell, die Konkurrenz oder das Management falsch eingeschätzt? Am Ende ist es meist nur ein kleines Detail – wie beim Flugzeugabsturz – welches man übersehen hat. Aber nur wenn man diesen Fehler analysiert und erkennt, kann man für zukünftige Investmententscheidungen etwas daraus lernen.

Über seine Fehler nachzudenken ist das eine. Darüber öffentlich zu schreiben das andere. Es ist alles andere als leicht - wer gibt schon gerne Fehler zu?

Auch im Jahr 2015 haben wir den einen oder anderen Fehler begangen. Sie können versichert sein, dass wir jeden davon in Ruhe analysieren. Wir schieben dabei nichts auf die Konjunktur oder die volatilen Aktienmärkte, sondern einzig auf uns selbst.

Wenn man nach einem misslungenen Investment die Fehleranalyse macht und den Entscheidungsprozess Revue passieren lässt, dann wird einem meistens sehr deutlich vor Augen geführt, wie einfach diese Fehler zu verhindern gewesen wären.

Wir werden auch in Zukunft Fehlentscheidungen treffen. Aber alleine die Tatsache, dass wir versuchen sie gründlich zu analysieren, macht uns zuversichtlich, dass wir ähnlich gelagerte Fehler in Zukunft zu verhindern wissen. Fehler sind grundsätzlich nichts Schlimmes, sie geben einem die Möglichkeit besser zu werden. Man sollte dieses Verbesserungspotential nutzen – auch wenn es weh tut.

Für Fragen stehen wir Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Herzliche Grüße

Wolfgang Altmann

Jochen Waag

Hinweis: Die Angaben dienen der Information. Sie sind keine Anlageempfehlung und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten. Alleinige Grundlage für einen solchen Kauf sind die Verkaufsunterlagen. Bitte kontaktieren Sie hierzu Ihren Berater. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Alle Angaben sind ohne Gewähr.